

相关研究

《当“固收+”遇见量化策略，会擦出怎样的火花？——光大锦弘投资价值分析》
2021.03.02

《“软”实力，硬发展——国泰软件ETF（515230）投资价值分析》
2021.03.01

《主动权益风头正劲，量化仍是一条值得布局和深耕的赛道吗？》
2021.02.23

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

分析师:郑雅斌

Tel:(021)23219395

Email:zhengyb@htsec.com

证书:S0850511040004

基金公司的持股与行业行为分析

投资要点:

- 本篇报告主要分析基金公司的持股和行业行为近10年以来的变化情况。
- **从全市场维度看，持股相合度最高的公司，相合度指标进一步抬升。**持股行为上有一部分公司更集中。按照基金公司行业集中度分档，10年间基金公司整体行业集中行为没有太大变化。整体来看，基金公司之间的行业集中度差异相对较小，持股集中行为相对差异较大。
- **对比不同规模基金公司的持股行为，规模较大公司存在的共性是，历史平均持股相合度分位点高居不下，**绝大多数公司的相合度数据均处于80%以上。规模较小的公司，绝大多数持股都较为分散，相合度分位点基本处于市场40%以下水平。
- 持股相合度越高的基金公司，整体换手率越低。这个特征近10年以来始终保持。在持股相合度高的大公司中，通过基金经理的交易行为，很难拉开业绩上的显著差距。
- 无论在什么规模的基金公司中，新入职基金经理的持股相合度总是在不断提升。初期独立性强的基金经理，**在大平台下的融合速度明显更快**，第1年和第2年持股相合度上升显著；小公司中相合度在第3年才呈现显著提升。新基金经理持股行为变化与业绩有一定关系。初期相合度较低的基金经理，后期经过与公司平台的有效磨合，在相合度上升的同时，呈现出的平均业绩相对来说表现更优。
- 对比不同规模基金公司的行业行为，**规模较大的基金公司**行业集中度大多数都位于市场后50%，**行业集中行为不强**；**规模靠后的基金公司**，相对来说行业集中度的分位点高于规模头部公司，**在行业上更为集中**。规模头部公司中，基金经理行业配置模式存在较大的分化；规模较小的公司，相对来说行业配置模式上更接近。
- 具体分析主动管理规模头部公司，汇添富的行业行为最明显：1）行业具有集中性；2）重仓行业会发生大幅切换。富国和易方达相对来说行业权重的大幅变化较少，配置偏均衡，其中富国基金的变动更为平缓，历史上出现的急剧变动最少。
- 从行业离散度分位点来看，广发和易方达长期来看变动较小，离散度水平始终较高，说明公司内部基金经理之间的行业配置存在较大的差异。汇添富在四家公司中，基本长期以来离散度分位点都处于最低，在大公司中行业分化相对较小。
- 从基金公司重仓的具体行业看，几家规模头部公司在消费上都具有较强选股能力，大多数时间都会重配消费中的医药和食品饮料行业；相对来说汇添富的重仓行业分布范围最广并且随着时间推移出现的切换最多。
- 风险提示：模型误设风险、市场系统性风险

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

目 录

1. 市场整体行为变化	6
1.1 基金公司持股行为的整体变化趋势	6
1.2 持股相合度与换手率的关系	6
1.3 基金公司行业行为的整体变化趋势	7
1.4 小结	8
2. 基金公司持股行为案例	8
2.1 不同规模基金公司持股行为对比	8
2.2 规模头部公司的持股行为	9
2.3 规模头部公司的换手率	11
2.4 规模头部公司内部基金经理换手的差异以及与业绩的关系	12
2.5 规模头部公司的财务偏好	13
3. 基金公司持股行为对新进基金经理的影响	14
3.1 新进基金经理的相合度	14
3.2 新进基金经理的相合度与业绩变化	15
4. 基金公司行业行为案例	16
4.1 不同规模基金公司行业行为对比	16
4.2 规模头部公司的行业行为差异	17
4.3 行业极端暴露案例分析	24
5. 总结	25
6. 风险提示	26

图目录

图 1	基金公司持股集中度变化（2010.03-2020.12）	6
图 2	基金公司持股相合度与换手率（2010.03-2020.12）	7
图 3	基金公司行业集中度变化（2010.03-2020.12）	8
图 4	基金公司行业离散度变化（2010.03-2020.12）	8
图 5	易方达持股相合度（2010.03-2020.12）	10
图 6	汇添富持股相合度（2010.03-2020.12）	10
图 7	广发持股相合度（2010.03-2020.12）	10
图 8	富国持股相合度（2010.03-2020.12）	10
图 9	基金公司人均覆盖广度对比（2010.03-2020.12）	10
图 10	中欧持股相合度（2010.03-2020.12）	11
图 11	中欧个人关注广度（2010.03-2020.12）	11
图 12	基金公司换手率变化（2010.06-2020.06）	11
图 13	基金公司内部换手率离散度分位点（2010.06-2020.06）	12
图 14	基金公司内部换手率离散度与业绩离散度的关系（2010.12-2019.12）	13
图 15	富国基金财务偏好（2010.03-2020.12）	13
图 16	广发基金财务偏好（2010.03-2020.12）	13
图 17	易方达基金财务偏好（2010.03-2020.12）	13
图 18	汇添富基金财务偏好（2010.03-2020.12）	13
图 19	大型公司新进基金经理持股相合度（年度）（2010.03-2020.12）	14
图 20	小型公司新进基金经理持股相合度（年度）（2010.03-2020.12）	14
图 21	新基金经理持股相合度变化对比（2010.12-2019.12）	15
图 22	大型公司新进基金经理持股相合度（季度）（2010.03-2020.12）	15
图 23	小型公司新进基金经理持股相合度（季度）（2010.03-2020.12）	15
图 24	易方达基金经理行业配置比例对比（2020.12）	17
图 25	易方达历史行业分布（2010.03-2020.12）	18
图 26	汇添富历史行业分布（2010.03-2020.12）	18
图 27	广发历史行业分布（2010.03-2020.12）	18
图 28	富国历史行业分布（2010.03-2020.12）	18
图 29	前 3 行业权重分位点-公司对比（2010.03-2020.12）	19
图 30	行业离散度分位点-公司对比（2010.03-2020.12）	19

图 31	前 3 行业权重分位点-公司对比 2 (2010.03-2020.12)	20
图 32	行业离散度分位点-公司对比 2 (2010.03-2020.12)	20
图 33	东证资管历史行业分布 (2010.03-2020.12)	20
图 34	中欧基金历史行业分布 (2010.03-2020.12)	20
图 35	兴证全球历史行业分布 (2010.03-2020.12)	21

表目录

表 1	基金公司分年度持股相合度与换手率（2010.03-2020.12）	7
表 2	规模不同公司的持股行为对比	9
表 3	头部公司新基金经理相合度与业绩排名（2010.03-2020.12）	16
表 4	规模不同公司的持股行为对比	17
表 5	富国与易方达历史上平均权重超过 10%的行业（2010.03-2020.12）	22
表 6	汇添富与广发历史上平均权重超过 10%的行业（2010.03-2020.12）	23
表 7	东证资管历史上平均权重超过 10%的行业（2010.03-2020.12）	24
表 8	行业极端暴露案例分析（2010.03-2020.12）	25

本篇报告主要讨论基金公司的持股行为与行业行为，并对不同公司的行为模式进行对比分析。

1. 市场整体行为变化

首先对全市场整体来看，基金公司的持股行为以及行业行为变化趋势。

基金经理持股与行业指标计算如下（所有数据均采用季报十大重仓股计算）：

持股相合度：基金经理 A 的持股相合度=该基金经理重仓股中被同公司其他基金经理交叉持有的比例；基金公司的持股相合度=该公司旗下所有基金经理持股相合度的平均。

行业集中度：1）计算基金公司旗下所有基金经理重仓股的行业分布（按照中信一级行业）；2）统计每一个行业上，所有基金经理配置权重的均值；3）取权重前 3 的行业，计算合计权重，以此代表基金公司的行业集中度。

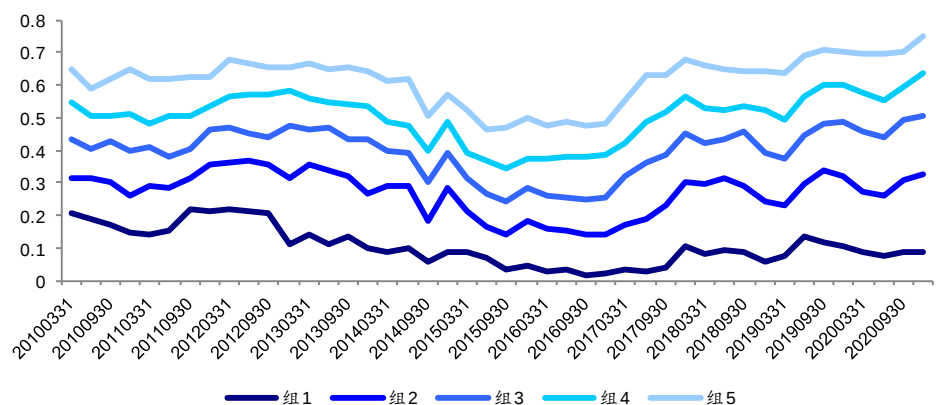
行业离散度：1）计算基金公司旗下所有基金经理重仓股的行业分布（按照中信一级行业）；2）计算每个行业上，基金经理配置权重的方差；3）计算所有行业的平均配置方差。以此代表基金公司内部，基金经理之间行业配置的差异。

1.1 基金公司持股行为的整体变化趋势

每一个季报期，将所有基金公司分别根据公司的持股相合度，划分为 5 档，考察在不同时期，不同类型基金公司持股行为的变化情况。

自 2010 年一季度以来，1）相合度最低档的基金公司，其整体持股集中度并没有太大变化，从长期趋势来看，呈现下降趋势。2）而相合度最高档的公司，长期趋势来看，尤其是 2017 年以后，相合度呈现缓慢上升趋势，2020 年四季报数据显示，公司平均持股相合度已经达到近 10 年以来的峰值。说明从抱团基金公司的行为上看，确实存在着抱团现象集中的情况，但是市场上依然不乏基金经理投资相对独立的基金公司。3）2015-2016 年间，基金公司的持股相合度是最近 10 年间的低点，这与 2015 年市场全面上涨的行情下，基金经理分别在寻找不同 alpha 标的有关。

图1 基金公司持股集中度变化（2010.03-2020.12）



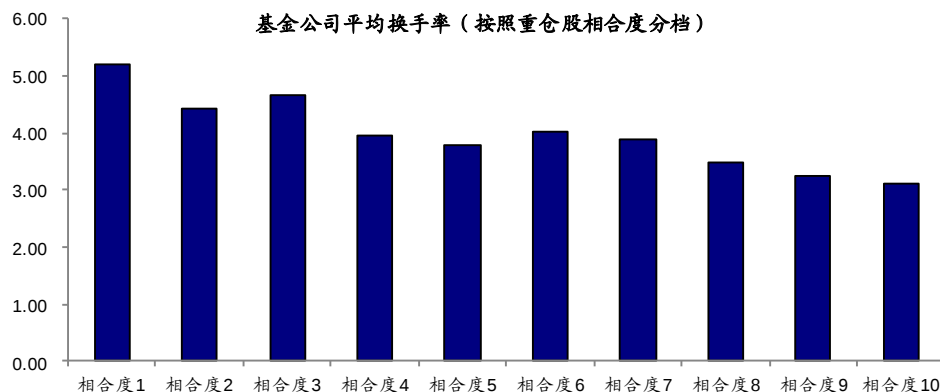
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 持股相合度与换手率的关系

进一步的，按照基金公司的持股相合度，考察不同公司的换手率情况。在基金中报、年报期，将基金公司按照相合度指标分为 10 档，计算每一档基金公司的平均换手率。

从所有截面数据的平均能够明显看到，基金公司的持股行为与换手率指标具有直接关系。相合度越高的公司，其平均换手率越低。

图2 基金公司持股相合度与换手率（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

考察相合度与换手率关系的时间序列变化，红色区域代表换手率高，绿色区域代表换手率低。从2010年以来，相合度高越高的公司换手率越低，这个规律始终保持。

表1 基金公司分年度持股相合度与换手率（2010.03-2020.12）

	相合度1	相合度2	相合度3	相合度4	相合度5	相合度6	相合度7	相合度8	相合度9	相合度10
2010	3.38	5.05	4.19	2.94	3.44	2.04	3.58	2.47	2.33	4.19
2011	4.16	3.16	2.47	3.70	2.55	2.66	2.40	2.43	2.32	1.99
2012	3.01	2.79	2.87	2.56	2.16	2.05	2.85	2.26	2.45	2.34
2013	4.21	3.22	3.22	4.84	3.52	4.26	2.42	3.11	2.35	3.62
2014	6.25	2.74	4.64	4.52	3.08	2.68	2.70	4.42	4.21	2.73
2015	10.35	7.84	8.06	6.35	5.66	5.80	8.20	6.81	5.73	5.08
2016	4.28	6.11	6.10	4.10	3.99	5.99	4.76	3.19	3.38	3.30
2017	4.37	4.39	4.72	4.35	3.50	5.70	3.31	3.44	2.93	2.40
2018	6.48	3.56	5.04	3.46	6.07	5.39	4.18	3.30	3.94	2.94
2019	5.33	5.23	5.20	2.83	3.90	3.65	4.51	3.36	2.96	2.67

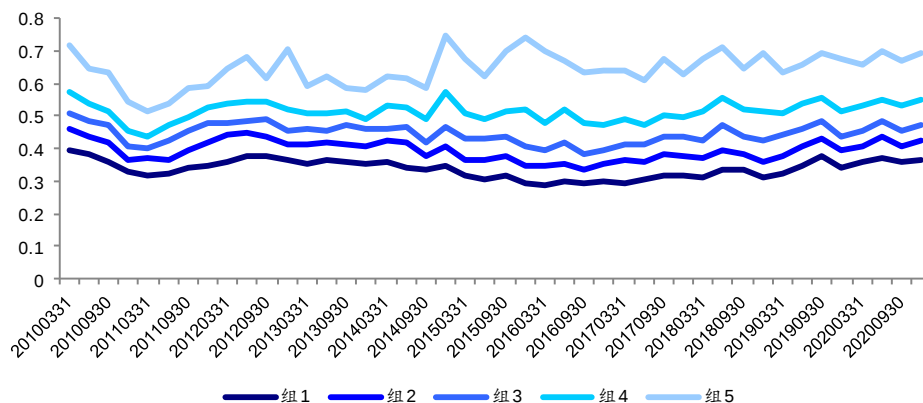
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 基金公司行业行为的整体变化趋势

计算基金公司行业集中度指标，按照指标对截面上的数据进行分档，考察基金公司行业集中度变化情况。

1) 从行业行为看，基金公司之间的分化相对个股持股行为的分化要小的多。持股最集中的公司，平均相合度接近80%，持股最分散的公司，相合度仅有10%。从行业集中度看，5档公司差异并不大，尤其是第2档到第5档公司，差距仅在几个百分点。2) 市场上行业最集中的公司，其集中度相对而言和后4档公司拉开一定差距。且该档公司的行业集中度变化较小，常年来看指标较为稳定，没有趋势性变化。这点与个股集中度呈现一定差异。

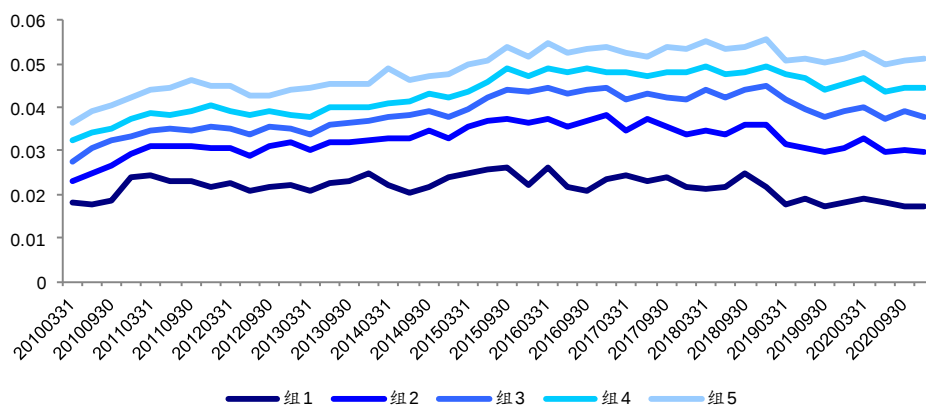
图3 基金公司行业集中度变化 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从基金公司内部,基金经理之间的行业离散度看,比较大的变化发生在原本就离散度较高的公司中。1)市场上基金经理行业离散度最高的一档公司,其行业离散水平10年间经历了明显的上升趋势,但2016年之后指标基本趋平。2)行业离散度最低的公司,10年间基本没有太大变化。

图4 基金公司行业离散度变化 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.4 小结

整体来看,从全市场基金公司的持股行为看,相合度最高一档公司的平均指标,近年来有上升趋势,说明有一些抱团行为走向更极致;相合度越高的公司,整体换手率越低;从行业行为来看,10年间基金公司的整体行业集中行为没有太大变化;但是基金公司内部基金经理之间的行业分化,部分公司经历了行业分化加大的过程,而从近5年的数据来看,公司内部行业分化没有趋势性变化。

2. 基金公司持股行为案例

上文中分析了全市场基金公司的持股和行业行为变化,本节主要就几家主动管理规模前列的基金公司进行案例展示,方便投资人有一个更直观的感受。

2.1 不同规模基金公司持股行为对比

首先我们简单分析不同规模基金公司持股行为的差异。

根据2020年四季报,按照基金公司主动管理规模进行排序,下文中列示了规模前

10 基金公司，以及规模相对靠后基金公司的持股行为数据。规模相对靠后的标准，是选择了规模在 100 亿以上且规模最小的基金公司，主要为了避免公司规模过小、产品数量过少导致分析数据没有代表意义。

下表中主要列示基金公司的持股相合度分位点：计算基金公司的持股相合度，并在当期考察其在市场所处分位点，将历史上 2010 年以来所有季报期的分位点数据取平均。

表 2 规模不同公司的持股行为对比

规模前 10		规模靠后	
基金公司	持股相合度分位点	基金公司	持股相合度分位点
易方达基金	88%	创金合信基金	27%
汇添富基金	86%	汇安基金	34%
广发基金	82%	泰达宏利基金	74%
富国基金	90%	财通证券资管	9%
嘉实基金	88%	财通基金	24%
中欧基金	41%	朱雀基金	93%
南方基金	75%	金鹰基金	36%
兴证全球基金	75%	博道基金	9%
华夏基金	86%	诺德基金	29%
交银施罗德基金	88%	中海基金	39%

资料来源：Wind，海通证券研究所

从规模较大的公司来看，存在的共性是，历史平均持股相合度分位点高居不下，绝大多数公司的相合度数据均处于 80% 以上。仅中欧基金的相合度分位点数据较低，这与其历史上采用事业部制关系很大，后文中我们会对其详细数据进行罗列。

规模较小的公司，绝大多数持股都较为分散，相合度分位点基本处于市场 40% 以下水平。仅两家公司例外，朱雀基金和泰达宏利。

我们推测呈现出这种特征的原因，是规模较大的基金公司研究平台相对而言较为强大，基金经理对研究平台具有一定依赖，相对来说大家的相合度数据普遍偏高。

2.2 规模头部公司的持股行为

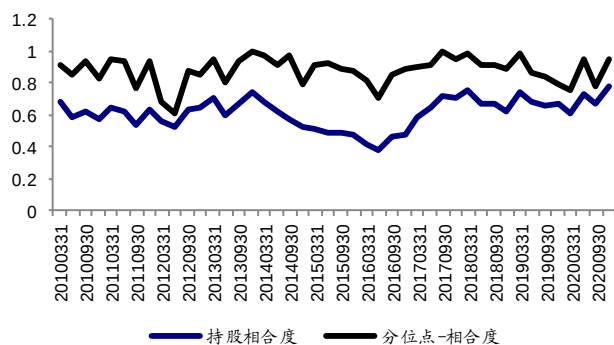
本节将主动管理规模最大的 4 家公司易方达、汇添富、广发、富国，具体的持股行为再进行进一步对比。

- 持股相合度相对位置保持高位，绝对水平具有上升趋势

下图针对四家公司，分别展示 3 组数据：持股相合度绝对指标；持股相合度分位点，即绝对指标在市场上所处位置；个人关注广度：该公司重仓股数量/公司主动管理基金基金经理人数。

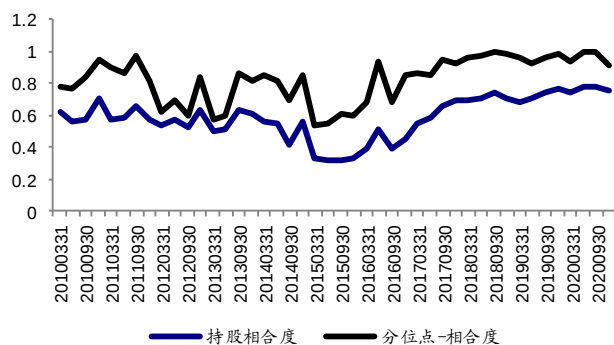
几家规模头部公司的共性是：从绝对数据看，2016-2017 年上半年，都经历了明显的持股相合度上升过程；从相对数据看，公司的持股集中度分位点始终位于市场较高水平。

图5 易方达持股相合度 (2010.03-2020.12)



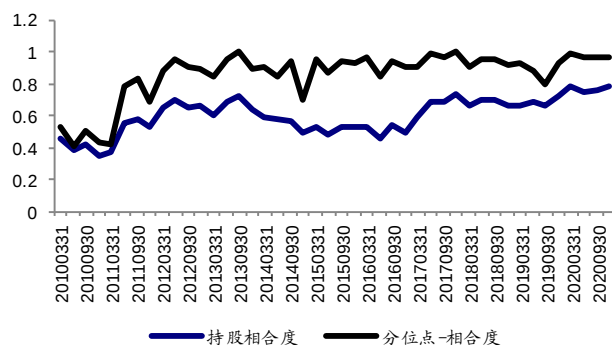
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 广发持股相合度 (2010.03-2020.12)



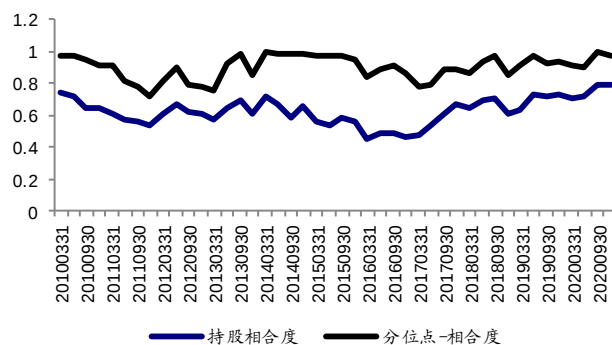
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 汇添富持股相合度 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 富国持股相合度 (2010.03-2020.12)

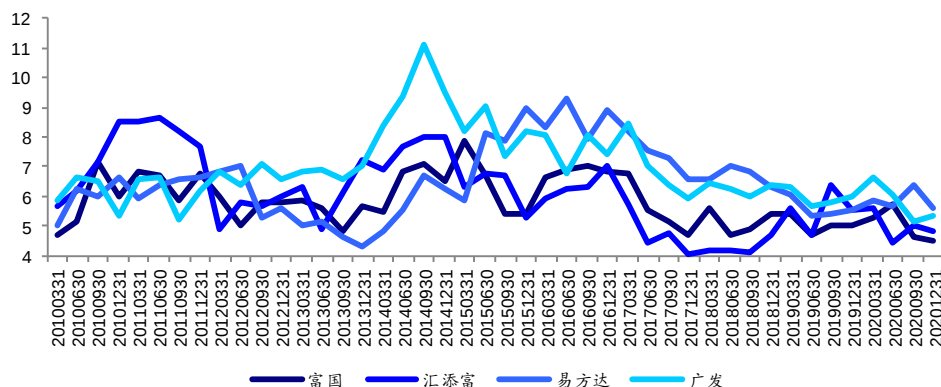


资料来源: Wind, 海通证券研究所

● 人均覆盖股票数量差距逐渐缩小

从基金经理人均关注股票数量看, 2015 年之前公司之间的差距较为明显, 其中汇添富和富国基金人均覆盖股票数量较为稳定, 易方达和广发在 2013-2015 年间波动很大。但是 2015 年之后, 明显看到四家公司的个人关注广度数据逐渐趋同, 尤其是 2019 年之后公司之间基本没有区别。在规模头部公司中, 新增基金经理能够带来的关注广度提升效果基本一致, 说明在成熟的大平台下, 引进新人才的边际效应基本一致。

图9 基金公司人均覆盖广度对比 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

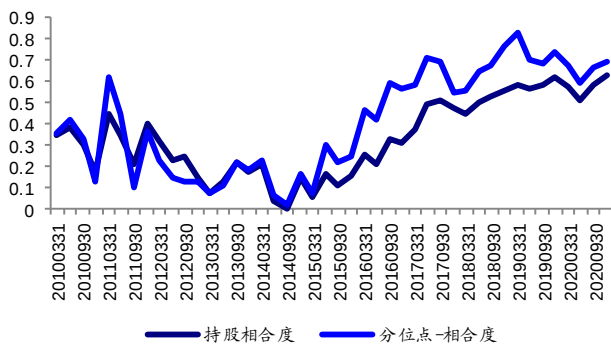
● 中欧基金持股表现, 与规模头部公司开始趋同

前文中提到在规模较大的公司中, 仅中欧基金的持股相合度与其他基金公司呈现较大区别。这里将中欧基金的具体持股数据进行展示。

2014 年是中欧基金持股行为的分水岭。2014 年之前，公司持股相合度逐渐下降，而且始终位于市场较低水平，一度在 20% 分位点以下。这与这段时间基金公司实行事业部制有很大关系。对应在这段时间，基金经理的关注广度很高，高峰时人均覆盖重仓股高达 16 只，这个数量在头部公司中也较为罕见。但是 2015 年开始，持股相合度进入上升趋势，截止到 2020 年底该趋势一直保持。2015 年公司相合度上升的趋势和很多公司的下降趋势背道而驰。在 2015 年上半年的牛市行情，很多公司基金经理持股相对分散，体现出相合度下降的现象。这可能和 2014 年之前，中欧基金的相合度低至市场底部，呈现极致现象有关。

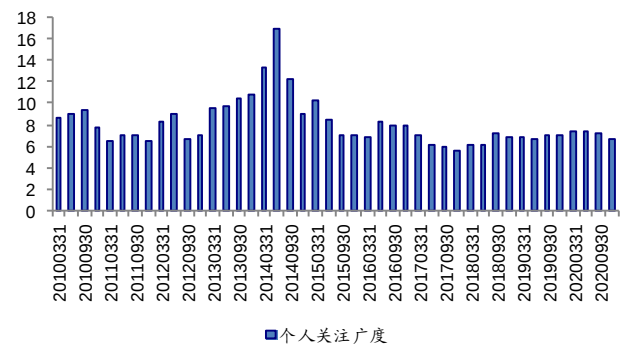
整体而言，从最新数据来看，公司相合度分位点经历了几年的上升，目前位于 70% 分位点附近，和规模头部公司差异不大，但相对来说属于规模头部公司中相合度略低的公司。

图10 中欧持股相合度（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 中欧个人关注广度（2010.03-2020.12）



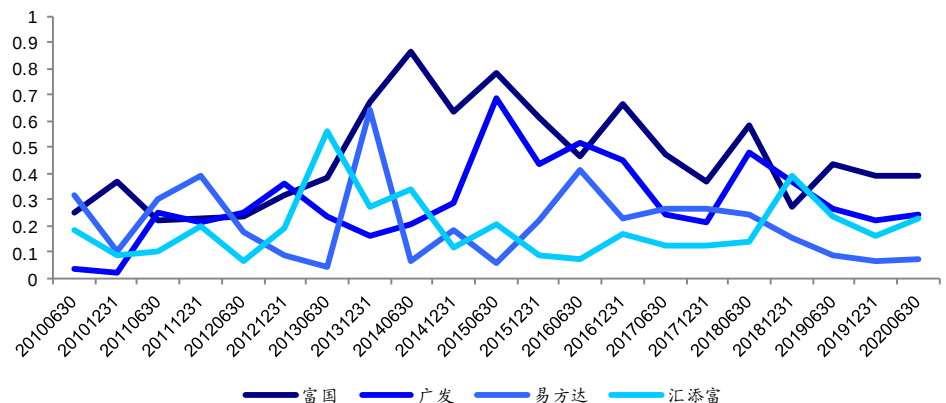
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 规模头部公司的换手率

本节主要展示主动管理规模头部 4 家公司换手率在市场上所处分位点的变化。前文中提到从整体规律而言，持股相合度高的公司，其换手普遍较低，而规模头部的公司均呈现出持股相合度高居不下的情况。但是从下图换手率分位点的变动，能够看到不同公司的交易行为还是存在较大差异。

相对而言，易方达和汇添富的换手率普遍较低，且长期来看波动较小。富国基金的换手率波动最大，历史上曾经突破市场 80% 分位点。从 2016 年以来的趋势发现，规模头部公司换手率开始趋同，几家公司的换手率差距逐渐缩小，这和公司规模提升后基金经理普遍会降低换手有一定关系。相对来说，最新数据显示富国基金的换手依然是几家公司中最高的，易方达换手率连续 3 年最低。

图12 基金公司换手率变化（2010.06-2020.06）



资料来源：Wind，海通证券研究所

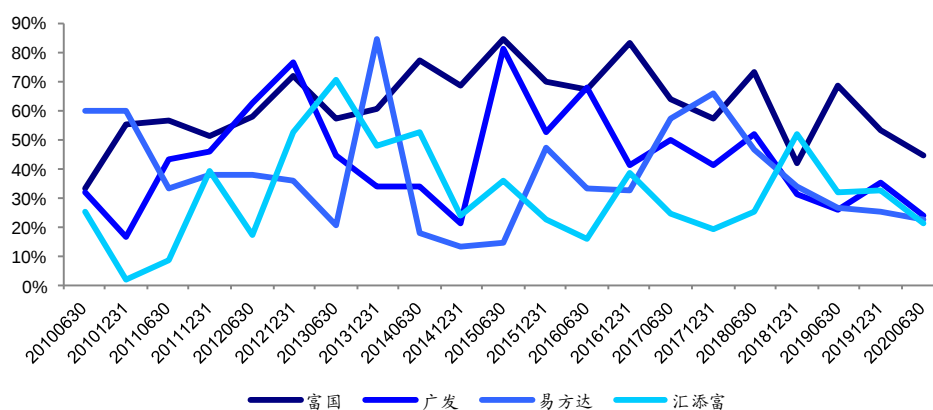
2.4 规模头部公司内部基金经理换手的差异以及与业绩的关系

观察规模头部公司内部，基金经理的换手行为之间是否存在差异。这里引入换手率离散度指标来体现这个数据。

换手率离散度：基金公司内部，不同基金经理换手率的方差。换手率离散度分位点：考察该公司的换手率离散度，在全市场所处分位点。

在规模头部公司中，基金经理的换手率离散度存在着较大差异，富国基金内基金经理换手的差异度最大，汇添富基金经理之间的换手率差异从近几年数据来看最小。从2018年以来近2年的数据看，易方达、富国和广发基金，内部基金经理换手率离散度很接近，相对都处于市场低位，说明基金公司内基金经理的交易模式差别不大。富国基金整体来看换手率离散度在不断下降，但相比其他3家公司，基金经理的交易模式差异相对较大。

图13 基金公司内部换手率离散度分位点（2010.06-2020.06）

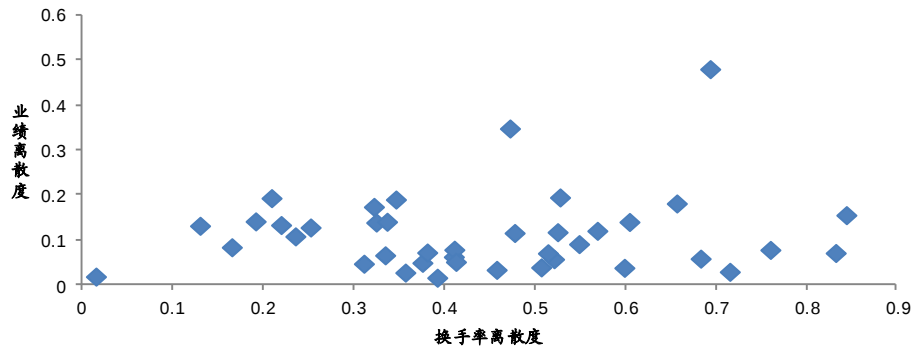


资料来源：Wind，海通证券研究所

四家公司在持股行为上具有持股相合度水平高的共性。在这样特征的公司中，基金经理的业绩是否和换手率有一定的关系呢？下面的散点图中，以年度数据进行计算，分别展示，基金公司内基金经理换手率的离散度（分位点）；基金公司内基金经理业绩离散度（分位点）（即基金公司内，同类型产品基金经理的年度收益方差）。希望通过这组数据，观察在基金经理持股具有较高交叉度的情况下，基金经理的交易行为是否能够拉开业绩的差距呢？

在散点图中我们很难看到业绩离散度和换手率离散度的相关性，也就是说在持股相合度很高的公司中，通过基金经理的交易行为，很难拉开业绩上的差距。对应公司中基金经理的业绩差异，还要从其他角度区分，例如行业配置板块配置或者择时等。

图14 基金公司内部换手率离散度与业绩离散度的关系（2010.12-2019.12）



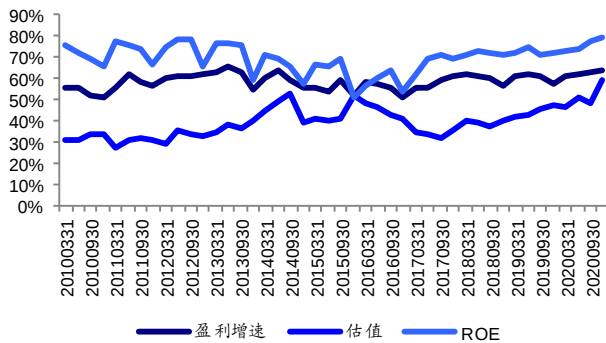
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.5 规模头部公司的财务偏好

本节主要从基金公司重仓股的盈利增速、估值以及盈利水平（ROE）三个维度，考察规模头部公司的在财务指标上是否具有不同偏好。每期季报计算三个财务指标的全市场分位点，对重仓股的所有分位点数据取平均。

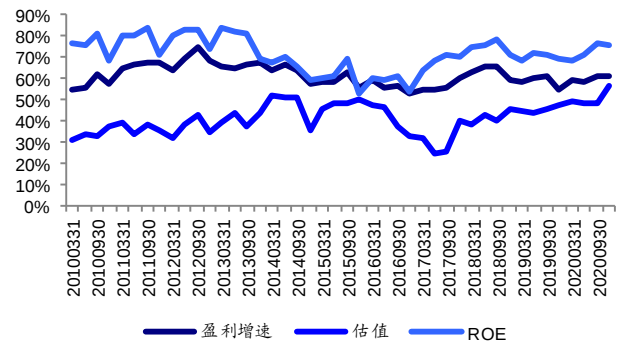
从四家公司的财务指标偏好变化，看不出公司之间的显著差异。各家公司对于盈利增速的偏好最为稳定，指标分位点基本长期位于 60%附近小幅波动。盈利指标与估值因子的分位点随着市场变化有一定波动，但幅度均不大。说明简单从盈利、成长或者估值层面，很难区分出不同公司的侧重点，大家在基本财务指标上的偏好大致接近。想要寻找财务偏好上的差异，需要寻找更细分的数据。

图15 富国基金财务偏好（2010.03-2020.12）



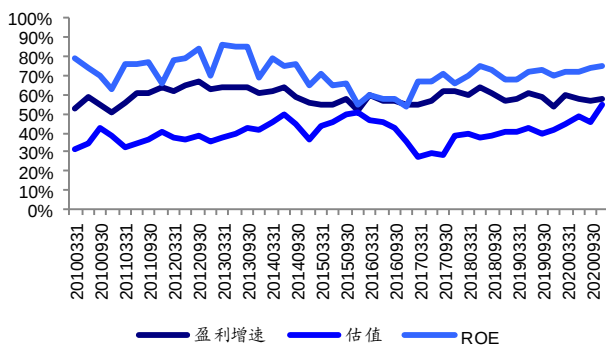
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 广发基金财务偏好（2010.03-2020.12）



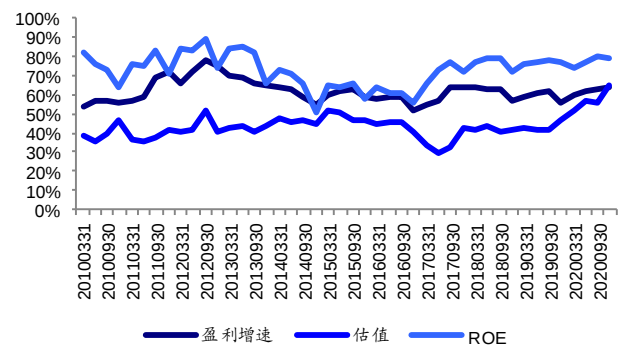
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 易方达基金财务偏好（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 汇添富基金财务偏好（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 基金公司持股行为对新进基金经理的影响

规模不同的公司，在持股相合度上呈现出较大的差异，这与公司文化和公司研究平台都有关系。那么在规模不同公司中，新加入的基金经理其持股相合度会呈现出什么样的变化？这种变化，在一定程度上可以反映基金经理与新公司平台的融合情况。此外，新入职基金经理，在新公司中持股行为的变化，与业绩之间有没有关系？本节进行分析。

3.1 新进基金经理的相合度

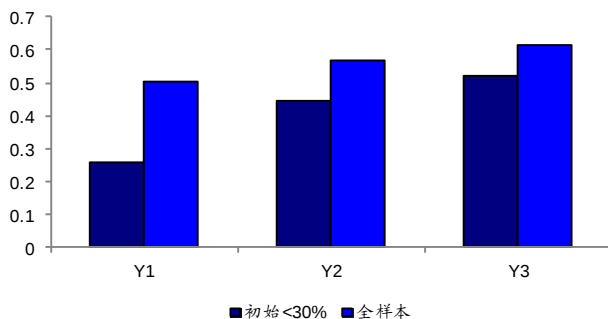
针对主动管理规模前 10 以及规模相对靠后的 10 家公司，考察新进基金经理相合度变化。分别从进入公司后的第 1 年、第 2 年、第 3 年；第 1 季度、第 2 季度、第 3 季度考察指标变化。

考察基金经理变化的时候，分别对全部基金经理进行考察，也单独对进入公司时第 1 年或者第 1 季度，相合度明显较低（即最初进入公司时，持股独立性很强）的基金经理进行分析。下图中主要以持股相合度低于 30% 作为阈值。

➤ 基金经理相合度年度变化

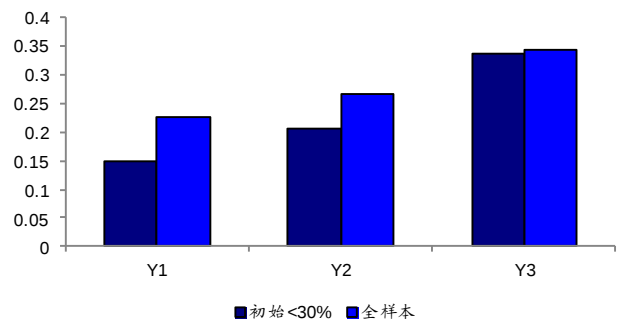
1) 无论在大型还是小型公司中，新入职基金经理相合度均在第 2、第 3 年度有所提升，说明基金经理加入新的平台后，与公司投研的协同度在初期保持上升；2) 初期独立性强的基金经理，在新平台上相合度的提升幅度更大；3) 大型基金公司中，初期相合度低的基金经理在入职后的第 2 年相合度上升幅度明显较大，而小型公司中基金经理反而是在第 3 年才呈现出相合度的加速提升，这可能是由于新基金经理在大平台上的融合相对来说更为容易与便捷。

图19 大型公司新进基金经理持股相合度（年度）
（2010.03-2020.12）



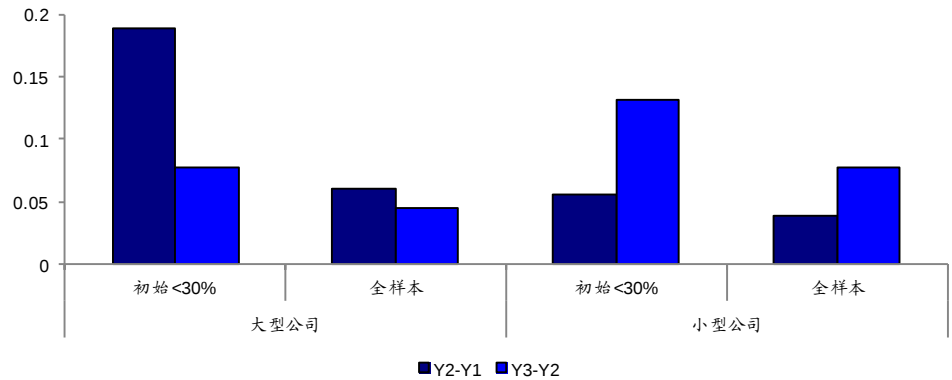
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 小型公司新进基金经理持股相合度（年度）
（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 新基金经理持股相合度变化对比（2010.12-2019.12）

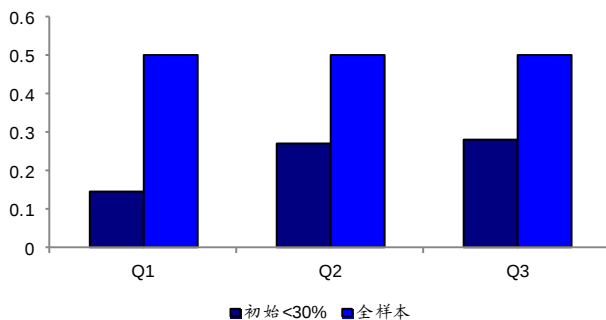


资料来源：Wind，海通证券研究所

基金经理相合度季度变化

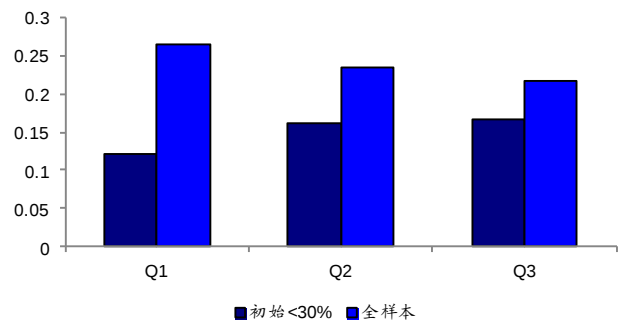
考察新基金经理更短期的持股行为变化。1) 从季度来看全部基金经理的持股平均行为，在前3季度并没有呈现出相合度的显著提升，对比年度变化可以得出，基金经理进入新的平台后，基本在第2年才开始体现与平台的协同性；2) 观察初期相合度低的基金经理，在季度上相对全样本而言，呈现出一定的相合度上升趋势，只是幅度较小；3) 在大型公司中，初期相合度低的基金经理融合速度明显更快，在季度上，大公司基金经理第2季度相合度平均提升12.9%，小公司平均提升4.1%。

图22 大型公司新进基金经理持股相合度（季度）（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 小型公司新进基金经理持股相合度（季度）（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

整体而言，1) 无论在什么规模的基金公司中，新入职基金经理的持股相合度总是在平台内有不断提升的过程。2) 初期独立性强的基金经理，在大平台下的融合速度明显更快，第1年和第2年相合度上升显著；小公司中相合度在第3年呈现显著提升。

3.2 新进基金经理的相合度与业绩变化

基金经理加入新的基金公司，通常都有一段磨合的过程，在前面持股行为上，可以看到持股相合度指标的提升，这是磨合产生的结果。尤其是在大公司中，相合度的提升更为明显与快速。对应到业绩上，我们着重考察在规模头部4家公司中，新基金经理相合度的变化与业绩的关系。

对于基金经理的分类，分别按照其初加入公司时的相合度进行了分类，以后在随后第2、第3年的相合度上升下降情况进行分档。计算新入职基金经理所管理产品的规模加权业绩，并考察该业绩在全市场同类型产品中的业绩排名（百分比，百分比越高越好）。这里为了避免仓位影响，仅针对股票型和偏股型基金进行分析，计算加入公司后第2年、第3年的业绩排名（即表格中的Y2、Y3）。

发现：1) 整体而言，相合度上升的基金经理，其随后 2 年中的业绩排名普遍好于相合度下降的基金经理，这说明能够有效融合到新的公司平台，利用平台投研资源进行协同的基金经理，相对来说短期业绩表现更优；2) 初期相合度较低的基金经理，如果进入公司后相合度进一步下降，平均来看业绩表现均较差；3) 初期相合度较低的基金经理，后期经过与公司平台的有效磨合，在相合度上升的同时，呈现出的平均业绩相对来说表现更优。

表 3 头部公司新基金经理相合度与业绩排名（2010.03-2020.12）

全部基金经理			
	Y2		Y3
所有基金经理平均业绩排名	57%	所有基金经理平均业绩排名	54%
相合度上升	56%	相合度上升	54%
相合度下降	28%	相合度下降	56%
初期相合度<0.6			
	Y2		Y3
相合度上升	60%	相合度上升	53%
相合度下降	14%	相合度下降	51%
相合度上升 0.1	61%	相合度上升 0.1	54%
相合度下降 0.1	2%	相合度下降 0.1	7%
初期相合度<0.5			
	Y2		Y3
相合度上升	60%	相合度上升	49%
相合度下降	9%	相合度下降	41%
相合度上升 0.1	60%	相合度上升 0.1	49%
初期相合度<0.4			
	Y2		Y3
相合度上升	61%	相合度上升	49%
相合度下降	5%	相合度下降	-
相合度上升 0.1	62%	相合度上升 0.1	50%
相合度上升 0.2	61%	相合度上升 0.2	62%
初期相合度<0.3			
	Y2		Y3
相合度上升	60%	相合度上升	55%
相合度下降	9%	相合度下降	-
相合度上升 0.1	58%	相合度上升 0.1	57%
相合度上升 0.2	66%	相合度上升 0.2	78%

资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 基金公司行业行为案例

本节继续针对基金公司的行业行为进行分析。

4.1 不同规模基金公司行业行为对比

下表中，计算了主动管理规模前 10 家基金公司以及规模靠后 10 家公司的整体行业行为数据。分别计算了行业集中度-分位点（前 3 行业权重的分位点）；行业离散度-分位点（公司内基金经理的行业配置差异）。

1) 与个股集中行为相反，规模较大的基金公司，其行业集中度大多数都位于市场后 50%。说明规模较大的基金公司，存在明显的个股集中行为，且持股集中度多数稳定居于市场头部，但行业集中行为不强；

2) 规模靠后的基金公司, 相对来说行业集中度的分位点高于规模头部公司, 在行业上更为集中。前文中我们呈现过行业集中度的绝对水平差异, 从绝对水平差异而言, 公司之间的绝对水平差距并不大。规模前 10 公司的平均前 3 行业权重为 40%, 规模靠后 10 家公司的平均权重为 49%。

3) 从公司内部基金经理行业分化来看(行业离散度分位点), 与持股行为类似: 规模头部公司的基金经理之间行业行为不一致, 行业离散度方差分位点居高; 而规模靠后的基金公司, 行业离散度分位点整体而言偏低, 基金经理之前的行业配置差距相对较小。总体而言: 规模头部公司中, 基金经理之间持股相合度高, 但行业配置模式存在较大的分化; 规模较小的公司, 相对来说行业配置模式上接近。

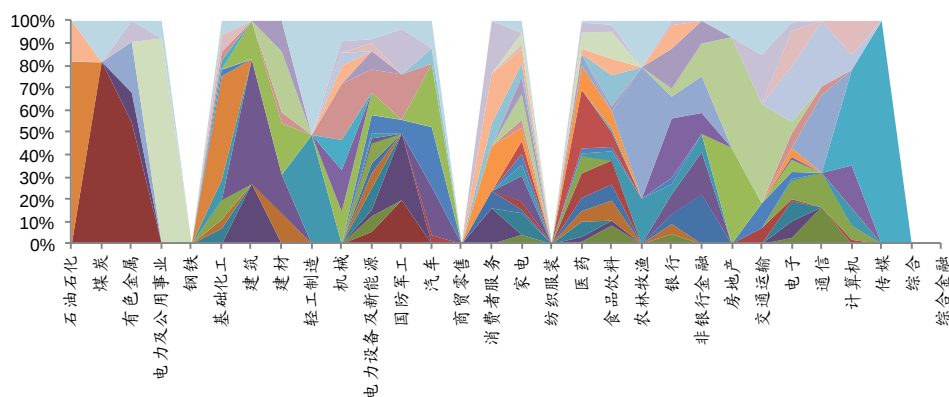
表 4 规模不同公司的持股行为对比

规模前 10			规模靠后		
基金公司	行业集中度-分位点	行业离散度-分位点	基金公司	行业集中度-分位点	行业离散度-分位点
易方达基金	33%	83%	创金合信基金	34%	68%
汇添富基金	56%	55%	汇安基金	64%	43%
广发基金	39%	83%	泰达宏利基金	40%	65%
富国基金	27%	72%	财通证券资管	83%	5%
嘉实基金	31%	88%	财通基金	69%	24%
中欧基金	45%	59%	朱雀基金	81%	2%
南方基金	22%	80%	金鹰基金	26%	62%
兴证全球基金	48%	50%	博道基金	53%	21%
华夏基金	28%	79%	诺德基金	46%	45%
交银施罗德基金	37%	60%	中海基金	45%	73%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

下图将易方达基金旗下不同基金经理最新一期的行业配置进行了展示。能够看出在新能源、家电、医药和食品饮料行业上, 大多数基金经理进行了配置, 只是存在权重差异。但是在煤炭、化工、军工、银行、地产等行业上, 配置的基金经理人数较少, 且权重差异更大。这就能够较为直观的看出, 基金经理之间在行业上的观点存在差异。

图24 易方达基金经理行业配置比例对比 (2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 规模头部公司的行业行为差异

我们重点对规模头部公司的行业行为进行分析, 分析头部公司之间的行业行为存在怎样的共性和差异。

- 公司行业配置变化, 汇添富行业行为较为突出

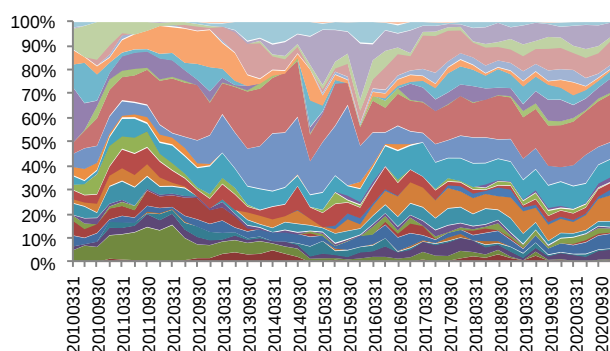
从易方达、汇添富、广发、富国这四家公司来看, 历史上行业大开大合变动最大的

是汇添富基金。从历史上所有截面的汇总行业集中度水平看，在头部公司中汇添富就属于偏高的，从不同时点的变动看，随着时间推移也会呈现出行业切换。食品饮料、医药、计算机分别在不同时期占据过权重最高的行业位置。公司呈现两种行业行为特征：1）行业具有集中性；2）重仓行业会发生大幅切换。

广发基金也出现过权重行业的切换，但是均发生在 2014 年之前，近几年以来行业的大幅切换基本没有。

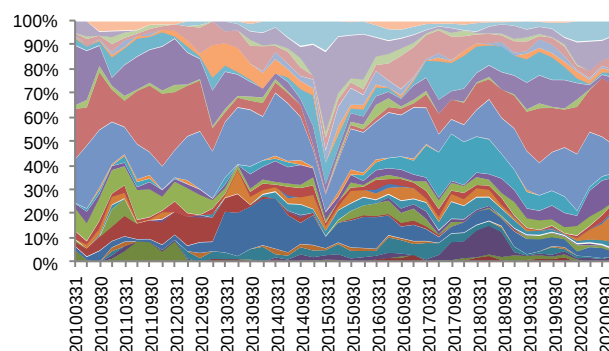
这四家公司中，富国和易方达相对来说行业权重的大幅变化较少，配置偏均衡，其中富国基金的变动更为平缓，历史上出现的急剧变动最少。

图25 易方达历史行业分布（2010.03-2020.12）



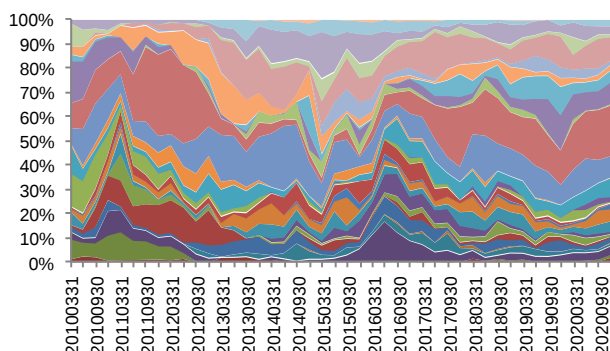
资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 汇添富历史行业分布（2010.03-2020.12）



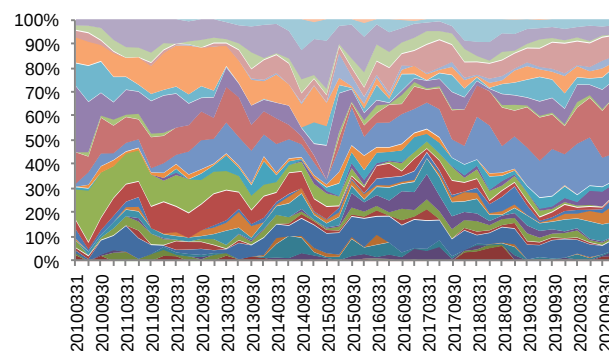
资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 广发历史行业分布（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 富国历史行业分布（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

- 公司行业行为的动态对比，汇添富行业集中特征相对历史有所趋缓，但依然非常明显，富国不以行业配置为重点，易方达的行业集中度波动很大

继续观察四家公司前3行业权重之和在全市场的分位点，行业离散度的全市场分位点变化，分析他们的行业行为相对于市场的变化情况。

长期来看，富国基金的前3行业权重分位点波动最小，且基本长期处于市场50%分位点以下，也有不少时间在30%分位点以下。公司在行业集中性层面，是头部公司中不偏向行业重配的公司。而在上一小节的分析中，也看到公司行业权重的急剧变化相对来说很少。所以整体而言，富国不是以行业为配置为重点的公司。

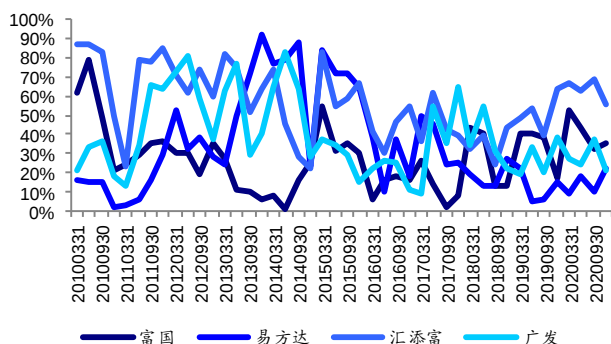
易方达、汇添富和广发的前3行业权重分位点历史上都偏高，且变化很大。3家公司2015年之前，都会有显著的行业偏好，而且行业层面会有较大幅度的权重调整。2015年之后，四家头部公司的行业重仓分位点波动明显减小，这和公司规模不断增大有一定关系，相对来说在行业上的重配行为从全市场相对观点来说，并不极端。但是公司之间依然具有分化，从最新数据看，汇添富的行业集中行为最强，易方达的行业集中行为最弱。

在前面的分析中提到，汇添富具有明显的行业集中行为，并且会进行行业大幅度的切换，从历史变化看，汇添富的这种行业行为相较早期已经有了一定幅度的缓和。其早期头部行业权重在全市场分位点长期徘徊在市场头部，行业集中特征更为突出。

易方达行业行为和汇添富的差异在于：易方达不具有长期重配行业的属性，但是在某些时期增大行业暴露。例如 2013 年之前，易方达的行业重配权重分位点始终较低；2014-2015 年行业重配行为突出，分位点迅速上升；2015 年之后，分位点又明显下降。从当前数据看，所有基金经理集中重配行业的行为并不突出，近 2 年都处于低位。

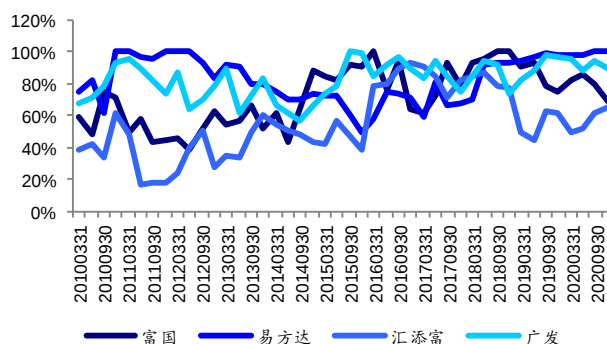
从行业离散度来看，广发和易方达长期来看变动较小，离散度水平始终较高，说明公司内部基金经理之间的行业配置存在较大的差异。尤其是易方达，从最新数据看，基金经理行业离散度在四家公司中最高，这也是造成其行业集中度不高的原因。富国和汇添富的行业离散度分位点自 2010 年以来呈现一定上升趋势，基金经理行业分化相对过去有所提升。汇添富在四家公司中，基本长期以来离散度分位点都处于最低，在大公司中行业分化相对较小。

图29 前3行业权重分位点-公司对比（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 行业离散度分位点-公司对比（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

● 行业行为的更多案例

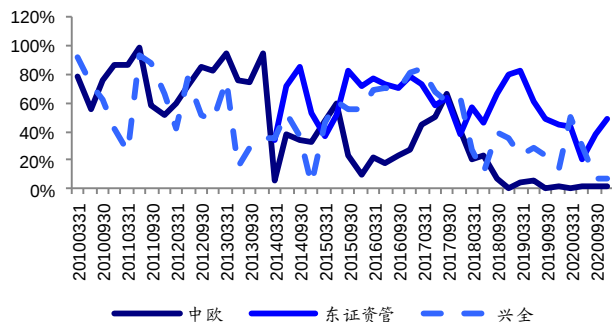
本小节，我们再列举3家比较具有特色且规模较大的公司作为案例，分析基金公司的其他行业行为模式，3家公司分别是中欧、兴证全球、东证资管。

中欧基金的趋势性变化最突出：行业集中度趋势性降低，当前基本处于市场最低位，基金经理之间的行业观点差异化突出；这个特征在离散度指标上也同向反应，离散度趋势性上升。整个公司个股集中度行为的趋势性变化是个股集中度显著提升，这与行业行为对比鲜明。

兴全基金在行业上没有特定的模式，无论是集中度还是基金经理之间的离散度数据，历史上都呈现上下较大的波动。从全样本平均来看，两个数据都处于市场中位数水平。从近年来数据看，基金经理之间分化不大，但是行业的集中度也不高，整个公司更侧重于选股。

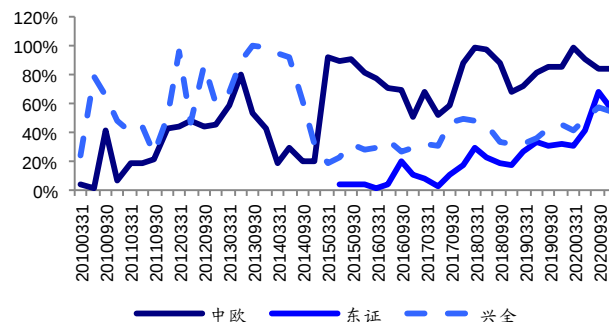
东证资管的行业特征也非常鲜明：长期来看行业集中度稳定，维持在中位水平，且基金经理之间离散度相对较低，尤其是早期基金经理分化非常低。近2年基金经理分化有所提升。

图31 前3行业权重分位点-公司对比 2 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

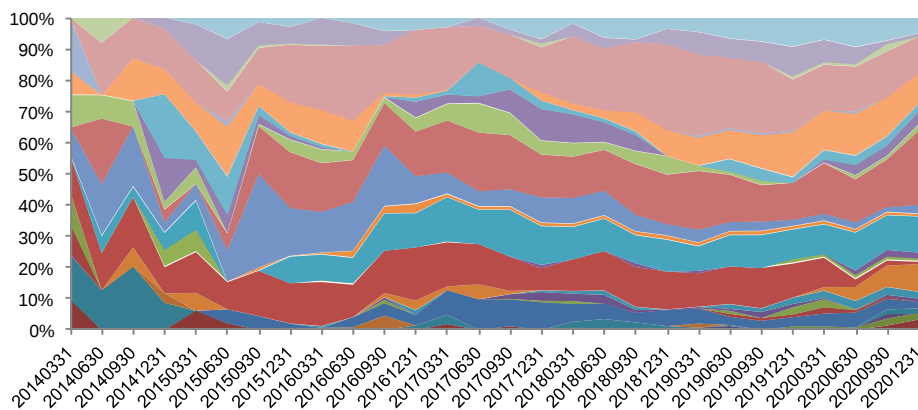
图32 行业离散度分位点-公司对比 2 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

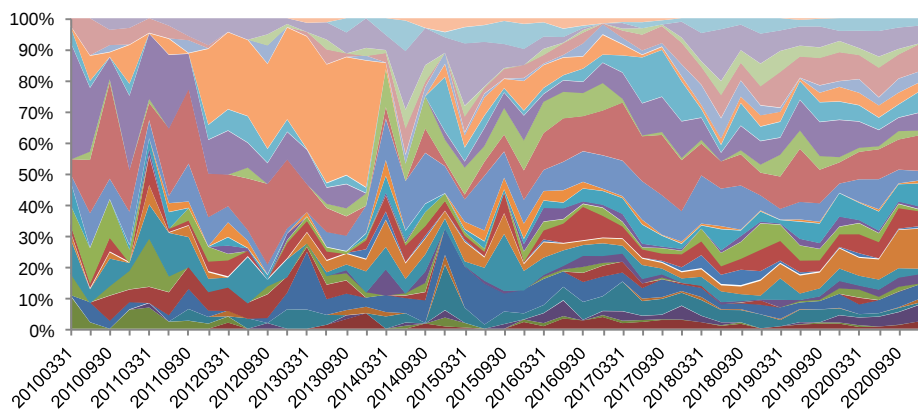
下图分别展示了3家公司历史行业权重分布。发现: 1) 东证资管不仅行业集中度稳定, 其行业权重分布也相当稳定, 变化极小, 说明公司在行业上基本不做择时与偏配, 而且行业能力圈稳定, 更多的应该是做行业内选股; 2) 2016年之后, 中歐基金的行业分布也相当稳定, 各个行业之间权重均衡且行业数量较多, 故而呈现出公司整体行业集中度非常低的特征, 说明公司和东证资管类似, 更侧重于选股; 3) 兴证全球不同时段呈现不同特征, 2011、2012、2016-2017行业具有集中性; 其他时段行业集中性低。

图33 东证资管历史行业分布 (2010.03-2020.12)



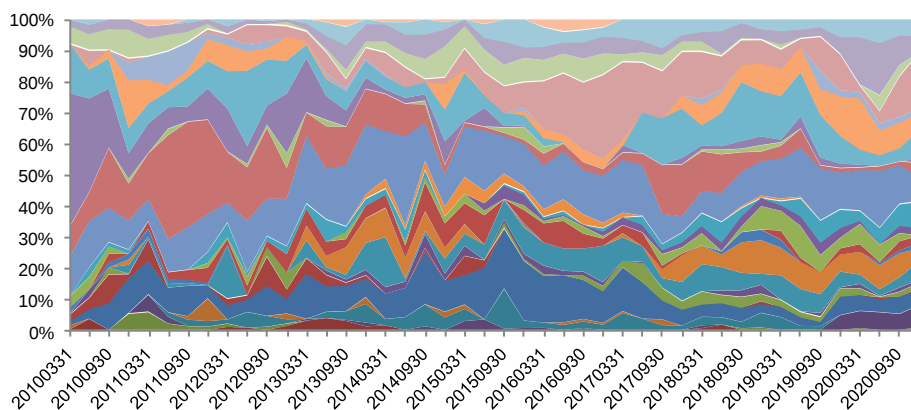
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 中歐基金历史行业分布 (2010.03-2020.12)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图35 兴证全球历史行业分布（2010.03-2020.12）



资料来源：Wind，海通证券研究所

● 不同公司的重点行业对比

本节主要展示四家规模头部公司，历史上基金经理平均配置权重在 10%以上的行业，对比公司之间行业层面的能力圈是否具有差异。

前面提到，富国基金的行业集中度较低，从下表中能够看到公司长期的行业集中度稳定偏低，但是行业配置行为/选股行为还是发生了一定变化。2013 年之前，虽然前 3 行业合计权重不高，行业持仓不集中，但是超过 10%的行业数量较多，说明早期公司倾向于在一定范围行业内进行选股，行业范围中周期、金融、消费、成长都有涉及。但 2013 年之后，超过 10%的行业多数情况下仅有 2 个，行业的集中度进一步降低，选股行为开始往更多的行业扩散。从最新数据看，长期基金经理普遍配置在 10%以上的行业，仅有医药和食品饮料 2 个消费行业，公司在其他几个板块的集中度显著下降。

易方达大多数情况下，集中配置超过 10%以上的行业数量都很少，这是公司内基金经理之间的行业分化长期很大造成的。与富国类似，长期来看，基金经理有共识进行重配的行业集中在医药和食品饮料 2 个消费行业，但是在早期的时候也有过集体共识重配大金融和周期行业的情况。

表 5 富国与易方达历史上平均权重超过 10%的行业（2010.03-2020.12）

	富国基金						易方达				
20100331	商贸零售	食品饮料	银行	房地产			银行				
20100630	商贸零售	银行	非银行金融				银行	非银行金融	通信		
20100930	商贸零售	食品饮料	非银行金融				食品饮料	非银行金融	通信		
20101231	商贸零售	食品饮料	非银行金融				食品饮料				
20110331	基础化工	商贸零售	食品饮料	银行	计算机		煤炭				
20110630	商贸零售	房地产	计算机				煤炭	食品饮料			
20110930	商贸零售	食品饮料	银行	房地产	计算机		煤炭	食品饮料			
20111231	汽车	食品饮料	银行	房地产			煤炭	食品饮料	房地产		
20120331	汽车	商贸零售	食品饮料	银行	房地产	计算机	煤炭	食品饮料	房地产		
20120630	汽车	商贸零售	食品饮料	房地产			食品饮料	房地产			
20120930	汽车	商贸零售	医药	食品饮料	房地产		食品饮料	房地产			
20121231	汽车	医药	房地产				家电	医药	食品饮料	非银行金融	房地产
20130331	汽车	医药	食品饮料				家电	医药	食品饮料	房地产	
20130630	医药	食品饮料					医药	食品饮料	房地产		
20130930	医药	食品饮料	房地产	计算机			医药	食品饮料	电子		
20131231	计算机						医药	食品饮料	电子		
20140331	医药	食品饮料	房地产	计算机			医药	食品饮料			
20140630	计算机						医药	食品饮料			
20140930	计算机	传媒					医药	食品饮料			
20141231	房地产	计算机					医药	食品饮料	非银行金融	房地产	计算机
20150331	银行	计算机					医药	食品饮料	计算机		
20150630	银行	交通运输					医药	食品饮料	计算机		
20150930	医药	计算机					医药				
20151231	基础化工	计算机					医药	计算机			
20160331	医药						医药	食品饮料			
20160630	基础化工	医药	电子				食品饮料				
20160930	基础化工	医药					家电	食品饮料			
20161231	基础化工						食品饮料				
20170331	基础化工	轻工制造	医药	电子			家电	食品饮料	电子		
20170630	医药	电子					家电	食品饮料	电子		
20170930	食品饮料						食品饮料	电子			
20171231	食品饮料						食品饮料				
20180331	医药	食品饮料					医药	食品饮料			
20180630	医药	食品饮料					医药	食品饮料			
20180930	医药	食品饮料					食品饮料				
20181231	医药	食品饮料					食品饮料				
20190331	医药	食品饮料					食品饮料				
20190630	医药	食品饮料	非银行金融				食品饮料				
20190930	医药	食品饮料	电子				食品饮料				
20191231	医药	食品饮料	电子				食品饮料				
20200331	医药	食品饮料					家电	食品饮料			
20200630	医药	食品饮料					食品饮料				
20200930	医药	食品饮料					医药	食品饮料	计算机		
20201231	医药	食品饮料					食品饮料				
							电力设备及新能	食品饮料	电子		

资料来源：Wind，海通证券研究所

前文中分析发现，汇添富行业集中度在规模头部公司中最为明显，不仅头部行业权重重大，并且发生过权重行业进行切换的行为。结合下表超过 10% 的行业数量，发现 1）一方面公司行业权重集中，另一方面超过 10% 的行业数量波动也较大，最少的时候重配行业仅有 1 个，多的时候重配行业数量达到 5 个，并且这种高波动延续至今。2）从行业能力圈角度，其重配的行业也有较大变化，医药、食品饮料、化工、建筑、大金融等分别成为过不同时期的重仓行业，整体而言公司在行业层面的操作在大规模公司中较为突出。

广发基金的重仓行业数量相对来说波动也较大，早期重仓数量相对较多，近年来主要集中在医药和食品饮料上。从历史上的重仓行业变化看，公司在医药和食品饮料上基本长期处于重仓状态，除此之外在电子和计算机板块上不同时期也进行过重配，但公司在周期板块很少重仓。

根据几家公司重仓的具体行业，发现共性是在消费上都具有较强选股能力，大多数时间都会重配消费中的医药和食品饮料行业；相对来说汇添富的重仓行业分布范围最广并且随着时间推移出现的切换最多。

表 6 汇添富与广发历史上平均权重超过 10%的行业（2010.03-2020.12）

	汇添富					广发			
20100331	医药	食品饮料	银行			商贸零售	家电	食品饮料	银行
20100630	医药	食品饮料	银行			商贸零售	医药	食品饮料	银行
20100930	医药	食品饮料				商贸零售	医药	食品饮料	银行
20101231	医药	食品饮料				煤炭	建筑	医药	食品饮料
20110331	医药	食品饮料	银行			煤炭	建筑	建材	
20110630	商贸零售	医药	食品饮料	银行		食品饮料			
20110930	商贸零售	食品饮料	银行			食品饮料			
20111231	食品饮料	银行				建筑	食品饮料		
20120331	医药	食品饮料	银行			建筑	食品饮料		
20120630	建筑	商贸零售	医药	食品饮料	银行	建筑	食品饮料	房地产	
20120930	建筑	医药	食品饮料	电子		医药	食品饮料	房地产	
20121231	建筑	医药	银行	房地产		建筑	医药	食品饮料	房地产
20130331	基础化工	医药	银行			医药	房地产	电子	
20130630	基础化工	力设备及新能	医药	房地产		医药	房地产	电子	
20130930	基础化工	医药				医药	房地产	电子	
20131231	基础化工	医药	电子			医药	电子		
20140331	基础化工	医药				医药	电子	计算机	
20140630	基础化工	医药				医药	电子	计算机	
20140930	医药	传媒				医药	电子	计算机	
20141231	基础化工	非银行金融	计算机			医药	非银行金融	房地产	计算机
20150331	计算机	传媒				电子	计算机		
20150630	医药	计算机				医药	计算机		
20150930	基础化工	医药	计算机			电力设备及新能	医药	电子	
20151231	基础化工	医药	计算机			电子	计算机		
20160331	基础化工	医药				有色金属	计算机		
20160630	医药					有色金属			
20160930	医药	电子				有色金属	家电	电子	
20161231	医药	电子				医药	电子		
20170331	家电	医药	电子			电子			
20170630	家电	非银行金融				食品饮料	电子		
20170930	家电	非银行金融				食品饮料	电子		
20171231	家电	非银行金融				食品饮料	电子		
20180331	有色金属	家电	医药	食品饮料	非银行金融	医药	食品饮料	电子	
20180630	有色金属	家电	医药			医药	食品饮料		
20180930	有色金属	家电	医药	食品饮料	非银行金融	医药	食品饮料		
20181231	医药	食品饮料				医药	食品饮料		
20190331	医药	食品饮料	银行			医药	食品饮料		
20190630	医药	食品饮料	银行	非银行金融		医药	食品饮料		
20190930	医药	食品饮料	银行			医药	食品饮料	银行	电子
20191231	医药	食品饮料	银行			食品饮料	银行	非银行金融	电子
20200331	医药	食品饮料				医药	食品饮料	银行	
20200630	消费者服务	医药	食品饮料	计算机		医药	食品饮料		
20200930	消费者服务	医药	食品饮料			食品饮料	电子		
20201231	电力设备及新能源	医药	食品饮料			食品饮料			

资料来源：Wind，海通证券研究所

东证资管的行业集中度稳定且较高，行业配置均衡且长期稳定。这里将东证资管平均权重超过 10%的行业进行展示，作为和汇添富行为模式的对比。

东证资管一方面行业集中度高，另一方面重仓行业数量稳定，再者，重仓的行业也很稳定，汽车、医药、食品饮料、家电、房地产、电子基本长期处于重仓行业中，其中汽车长期以来都是重仓行业，而且该行业在其他公司中很少出现在重仓行业清单中，是东证资管比较独特的地方。整体来看，东证资管的行业行为都体现了“稳定”这样的特征，说明公司在行业上基本不进行择时和轮动，更多是通过锁定能力圈所在行业，进行行业选股实现超额收益。同样在行业上集中度比较高的汇添富，其重仓行业数量和重仓行业都会发生较大变化，说明公司进行较多的行业择时与轮动。两家公司是具有鲜明行业行为的不同代表。

表 7 东证资管历史上平均权重超过 10%的行业（2010.03-2020.12）

20140331	电力及公用事业	建材	汽车	农林牧渔	交通运输
20140630	电力及公用事业	汽车	医药	食品饮料	电子
20140930	电力及公用事业	汽车	医药	房地产	电子
20141231	银行	非银行金融	电子		
20150331	汽车	电子	计算机		
20150630	医药	非银行金融	房地产	计算机	
20150930	汽车	医药	食品饮料	电子	
20151231	汽车	医药	食品饮料	电子	
20160331	汽车	医药	食品饮料	房地产	电子
20160630	汽车	医药	食品饮料	房地产	电子
20160930	汽车	家电	医药	食品饮料	电子
20161231	汽车	家电	食品饮料	电子	
20170331	汽车	家电	食品饮料	电子	
20170630	汽车	家电	食品饮料	非银行金融	电子
20170930	汽车	家电	食品饮料	电子	
20171231	家电	食品饮料	银行	电子	
20180331	汽车	家电	食品饮料	电子	
20180630	汽车	家电	食品饮料	电子	
20180930	汽车	食品饮料	电子		
20181231	汽车	家电	食品饮料	电子	
20190331	汽车	食品饮料	电子		
20190630	汽车	家电	食品饮料	电子	
20190930	汽车	家电	食品饮料	房地产	电子
20191231	汽车	食品饮料	房地产	电子	
20200331	食品饮料	房地产	电子		
20200630	家电	食品饮料	房地产	电子	
20200930	家电	食品饮料	房地产	电子	
20201231	家电	食品饮料	电子		

资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 行业极端暴露案例分析

根据分析，在头部公司中除了东证资管的行业行为非常稳定，其他公司的行业行为差异明显，例如汇添富呈现显著高行业集中度，易方达脉冲式高集中，绝大多数时间行业不集中，广发和兴全呈现阶段式的高集中度。本节主要分析这几家公司，当出现行业集中度显著较高，即行业暴露比较极端时，是否具有一定共性。

下表中将规模头部公司，历史上出现前 3 行业权重超过全市场 75%分位点的季报数据进行罗列，并展示当期基金经理平均配置权重超过 10%的具体行业。

发现基金公司之间虽然行业行为不同，但是当重仓行业权重超过 75%分位点，暴露达到比较极端的时候，绝大多数情况具有的共性是：重仓行业分布在不同板块，例如消费+周期，或者消费+大金融，或者消费+成长等。且其中很多时候基金公司的重配行业中有大金融行业。由此说明，虽然基金的行业行为可能达到比较极致的情况，但很多基金公司通过板块均衡的方式，来消化行业暴露带来的风险；除此之外，尽管很多时候主动基金经理不会超配金融行业，但是公司层面看到的集体金融行业的重配，还是时有发生，但是公司之间的大金融偏好存在差异，例如兴全在银行和非银都发生过重配且不止一期，公司对于两个行业应该都具有一定信心，易方达和广发这两家广州的基金公司，没有出现过金融的重配，汇添富仅重仓过银行，并没有重仓过非银。

除了上述共同特征，没有通过板块均衡的方式，但是依然实现了行业高集中度的 4 个样本点，出现在行业行为完全不同的两家公司：行业集中度普遍较低的易方达和行业集中度普遍较高的汇添富。其中易方达的 2 个样本点均重仓了消费这一个板块，汇添富一次重仓在消费，一次重仓在成长板块。由于易方达多数情况行业集中度不高，所以公

司可能在消费板块的趋势判断和选股上具有极强信心，才造成了这种样本点的出现；汇添富则经常进行重仓行业的轮动，覆盖的重仓行业也比较多元化，相对来说可能对自身的行业判断能力较为自信，行业选股的能力圈能够匹配，故而出现了这种极端暴露情况。

此外，对于规模头部公司而言，2018 年之后没有出现头部行业权重突破市场 75% 分位点的情况。这可能是因为：1）头部公司规模增长迅速，操作模式对比过去相对来说可能趋于均衡，且分析也发现近年来公司之间行业行为依然存在差异，但差异幅度在缩小；2）近年来结构化行情突出，但是主题热点的切换速度也较快，如果机构在个别行业配置权重过高，可能导致“船大难掉头”的情况。

表 8 行业极端暴露案例分析（2010.03-2020.12）

公司	季报	行业 1	行业 2	行业 3	行业 4	权重分位点
兴证全球基金	20100331	医药	银行	非银行金融		92%
兴证全球基金	20100630	医药	银行			73%
兴证全球基金	20110630	医药	食品饮料	交通运输		93%
兴证全球基金	20110930	医药	食品饮料			87%
兴证全球基金	20120630	医药	食品饮料	非银行金融		78%
兴证全球基金	20130331	基础化工	医药	银行		76%
兴证全球基金	20161231	基础化工	机械	医药	电子	81%
兴证全球基金	20170331	基础化工	医药	电子		84%
富国基金	20100630	商贸零售	银行	非银行金融		78%
易方达基金	20140331	医药	食品饮料			77%
易方达基金	20140630	医药	食品饮料			78%
易方达基金	20150331	医药	食品饮料	计算机		84%
汇添富基金	20100331	医药	食品饮料	银行		87%
汇添富基金	20100630	医药	食品饮料	银行		87%
汇添富基金	20100930	医药	食品饮料			83%
汇添富基金	20110630	商贸零售	医药	食品饮料	银行	79%
汇添富基金	20110930	商贸零售	食品饮料	银行		77%
汇添富基金	20111231	食品饮料	银行			84%
汇添富基金	20130331	基础化工	医药	银行		81%
汇添富基金	20150331	计算机	传媒			83%
广发基金	20120630	建筑	食品饮料	房地产		81%
广发基金	20130630	医药	房地产	电子		77%
广发基金	20140630	医药	电子	计算机		82%

资料来源：Wind，海通证券研究所

不同公司呈现不同的行业行为特征，这些特征在业绩上有什么样的影响呢？鉴于篇幅关系，我们不在本文中继续讨论，后续将就该问题展开进一步的分析。

5. 总结

本篇报告主要分析基金公司的持股和行业行为近 10 年以来的变化情况。

从全市场维度看，持股相合度最高的公司，相合度指标进一步抬升。对全市场基金公司按照持股相合度分档，相合度最高一档的基金公司 2016 年以来有进一步上升趋势。按照基金公司行业集中度分档，10 年间基金公司整体行业集中行为没有太大变化。整体来看，基金公司之间的行业集中度差异相对较小，持股集中行为相对差异较大。

对比不同规模基金公司的持股行为，规模较大公司存在的共性是，历史平均持股相合度分位点高居不下，绝大多数公司的相合度数据均处于 80% 以上。规模较小的公司，绝大多数持股都较为分散，相合度分位点基本处于市场 40% 以下水平。我们推测呈现出这种特征的原因，是规模较大的基金公司研究平台相对而言较为强大，能为基金经理提供较多支持，由此会呈现出持股交叉度高的特征。而规模较小的基金公司，可能基金经

理更侧重于独立研究与投资，呈现出相合度普遍较低的特征。

持股相合度越高的基金公司，整体换手率越低。这个特征近 10 年以来始终保持。对规模头部公司进行分析，早期公司之间的整体换手率、公司内部换手率离散度都存在较大差异。但是从时间序列上能够看到，大公司无论是整体换手率、还是换手率离散度都有趋同的态势。

在持股相合度高的大公司中，通过基金经理的交易行为，很难拉开业绩上的差距。业绩离散度和换手率离散度没有相关性。

无论在什么规模的基金公司中，新入职基金经理的持股相合度总是在不断提升。初期独立性强的基金经理，在大平台下的融合速度明显更快，第 1 年和第 2 年持股相合度上升显著；小公司中相合度在第 3 年才呈现显著提升。

新基金经理持股行为变化与业绩有一定关系。整体而言，相合度上升的基金经理，其随后 2 年中的业绩排名普遍好于相合度下降的基金经理。初期相合度较低的基金经理，如果进入公司后相合度进一步下降，平均来看业绩表现均较差。初期相合度较低的基金经理，后期经过与公司平台的有效磨合，在相合度上升的同时，呈现出的平均业绩相对来说表现更优。

对比不同规模基金公司的行业行为，规模较大的基金公司行业集中度大多数都位于市场后 50%，行业集中行为不强；规模靠后的基金公司，相对来说行业集中度的分位点高于规模头部公司，在行业上更为集中。规模头部公司中，基金经理行业配置模式存在较大的分化；规模较小的公司，相对来说行业配置模式上更接近。

具体分析主动管理规模头部公司，汇添富的行业行为最明显：1）行业具有集中性；2）重仓行业会发生大幅切换。富国和易方达相对来说行业权重的大幅变化较少，配置偏均衡，其中富国基金的变动更为平缓，历史上出现的急剧变动最少。

分析公司行业行为的动态变化，汇添富行业集中特征相对历史有所趋缓，但依然非常明显；富国不以行业配置为重点；易方达的行业集中度波动很大。汇添富具有明显的行业集中行为，并且会进行行业大幅度的切换，从历史变化看，汇添富的这种行为相较早期已经有了一定幅度的缓和。易方达行业行为和汇添富的差异在于：易方达不具有长期重配行业的属性，但是会在某些时期增大行业暴露。富国基金的前 3 行业权重分位点波动最小，且基本长期处于市场 50% 分位点以下，也有不少时间在 30% 分位点以下，富国不是以行业为配置为重点的公司。

从行业离散度分位点来看，广发和易方达长期来看变动较小，离散度水平始终较高，说明公司内部基金经理之间的行业配置存在较大的差异。汇添富在四家公司中，基本长期以来离散度分位点都处于最低，在大公司中行业分化相对较小。

从基金公司重仓的具体行业看，富国基金早期倾向于在一定重仓行业内进行选股，行业范围中周期、金融、消费、成长都有涉及。但 2013 年之后，超过 10% 的行业多数情况下仅有 2 个，行业的集中度进一步降低，选股行为开始往更多的行业扩散。汇添富一方面公司行业权重集中，另一方面超过 10% 的行业数量波动也较大，最少的时候重配行业仅有 1 个，多的时候重配行业数量达到 5 个，并且这种高波动延续至今。从行业能力圈角度，其重配的行业也有较大变化，医药、食品饮料、化工、建筑、大金融等分别成为过不同时期的重仓行业。几家规模头部公司在消费上都具有较强选股能力，大多数时间都会重配消费中的医药和食品饮料行业；相对来说汇添富的重仓行业分布范围最广并且随着时间推移出现的切换最多。

6. 风险提示

模型误设风险、市场系统性风险。

信息披露 分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队
郑雅斌 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵 飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lxx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭 婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 周旭辉 zhx12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com			煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com			电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com		
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com			计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com			通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com		
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com			交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com			纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com		
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com			机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博 zjb13572@htsec.com			钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com		
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com			农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com			食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com		
军工行业 张恒恒 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com			银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com			社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com		
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com			造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com					

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com			上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com			北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com		
---	--	--	---	--	--	--	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com